

УДК 336.63

DOI [10.17150/2072-0904.2015.6\(3\).26](https://doi.org/10.17150/2072-0904.2015.6(3).26)

2015. Т. 6, № 3

**Д. В. Швайгерт***Институт экономики Уральского отделения  
Российской академии наук,  
г. Екатеринбург, Российская Федерация*

## ПРОБЛЕМЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ БЫСТРОРАСТУЩИХ КОМПАНИЙ ПРИ ПОДГОТОВКЕ К ВЫХОДУ НА РЫНОК IPO

**Аннотация.** Предприятия малого и среднего бизнеса, находящиеся на этапе быстрого роста, нуждаются в привлечении дополнительных денежных ресурсов. На сегодняшний день существует множество финансовых инструментов решения этой проблемы, одним из которых является рынок акционерного капитала. Для компании, планирующей привлечь инвестиции при помощи IPO, актуальными становятся вопросы корпоративной реструктуризации. Именно от ее качества во многом зависит будущий успех размещения. Однако руководители небольших компаний, как правило, не обладают необходимыми знаниями и опытом выхода на рынок IPO. Поскольку процесс реструктуризации малых и средних предприятий затрагивает все сферы бизнеса, при решении руководством компании комплекса реорганизационных задач возникают неизбежные сложности. В статье рассмотрены основные проблемы корпоративной реструктуризации быстрорастущих компаний и дается авторский взгляд на их решение.

**Ключевые слова.** Корпоративная реструктуризация; рынок IPO; стратегия быстрого роста; инвестиции.

**Информация о статье.** Дата поступления 23 марта 2015 г.; дата принятия к печати 14 апреля 2015 г.; дата онлайн-размещения 31 мая 2015 г.

**D. V. Shvaygert***Institute of Economics of Ural Branch  
of the Russian Academy of Sciences,  
Yekaterinburg, Russian Federation*

## PROBLEMS OF RESTRUCTURING FAST-GROWING COMPANIES IN THEIR PREPARATION TO ENTER THE IPO MARKET

**Abstract.** Small and medium-sized businesses at the rapid growth stage need to attract additional financial resources. Currently, there are a lot of financial instruments to solve this problem, one of them being the equity capital market. For a company that plans to attract investments by using IPO the issues of corporate restructuring become topical. It is its quality on which the future success of the placement depends largely. However, the managers of small companies usually do not have the necessary knowledge and experience of entering the IPO market. Since the process of restructuring small and medium-sized enterprises affects all sectors of business, in solving a complex of the reorganizational objectives by companies' executives there arise inevitable difficulties. The article considers basic problems of corporate restructuring of fast-growing companies and gives the author's look at their solution.

**Keywords.** Corporate restructuring; IPO market; strategy of rapid growth; investments.

**Article info.** Received March 23, 2015; accepted April 14, 2015; available online May 5, 2015.

Для компаний, находящихся на этапе быстрого роста, в отличие от компаний, которые уже занимают стабильное положение на рынке и растут меньшими темпами, актуальными становятся вопросы, связанные с подготовкой к выходу на рынок IPO. Данная потребность обусловлена тем, что для дальнейшей реализации стратегии активного развития требуется преобразование организационно-функциональной системы бизнеса. Руководству предприятия необходимо провести комплекс мероприятий по реорганизации, которые затрагивают все области функционирования бизнеса — от управленческой системы до процесса производства.

Однако по мере решения этих задач возникает ряд проблем:

- управленческая система компании становится «неустойчивой», поскольку идет непрерывная трансформация финансовых и производственных данных, что в свою очередь делает проблематичным для инвесторов определение справедливой стоимости предприятия;

- перераспределение финансовых потоков компании происходит в процессе решения оперативных задач, что бывает не во всех случаях «прозрачным» и эффективным с позиции стратегического планирования и привлекательности бизнеса для инвестиций;

- размывается синергетический эффект вследствие того, что положительные экономические результаты, включая дополнительную финансовую выгоду, идут на покрытие расходов, связанных с осуществлением инвестиционных программ (включая встраивание приобретаемых активов в общий производственный комплекс), реализация которых откладывается на неопределенное время, что не позволяет инвесторам составлять качественные прогнозы по будущей прибыли;

- финансовая отчетность предприятия может содержать отрицательные значения в период позитивной конъюнктуры рынка, что не позволит эмитенту выйти на рынок IPO в это время;

- структура сделок M&A (слияния и поглощения) в процессе осуществления стратегии быстрого роста, как правило, имеет закрытый характер, что ведет к уменьшению лояльности инвестиционного сообщества к эмитенту и не обеспечивает должного восприятия ими этих сделок и пр. [5, с. 440].

Все перечисленные выше обстоятельства не дают эмитенту возможность выйти на рынок IPO и разместить свои акции на фондовой бирже в наиболее подходящее для него время. Это особенно чувствительно в периоды положительной динамики рынка и на отдельных этапах развития компании. Данная особенность функционирования бизнеса предполагает специфичный подход к финансам компании, а также к созданию структуры организации и производства при подготовке к выходу на рынок акционерного капитала.

Помимо того основными проблемами, которые возникают у компании на этапе быстрого роста при выходе на рынок IPO, с позиции внутренней организации бизнеса [10, с. 624], является отсутствие:

- головного центра, занимающегося вопросами преобразования в публичную компанию в процессе реализации стратегии быстрого роста;

- постоянного контроля над интегрированием приобретаемых активов, позволяющим создать необходимый уровень прозрачности деятельности менеджмента для инвесторов;

- регламентирования бизнес-процессов, стимулирующих реализацию инвестиционных проектов и подготовку эмитента к выходу на рынок акционерного капитала;

- критериев, определяющих уровень эффективности осуществляемой стратегии с позиции влияния на публичный статус предприятия.

Также необходимо отметить, что реорганизация бизнеса компании в период подготовки к выходу на рынок IPO является одной из составных частей процесса преобразования основных методов ведения бизнеса в целом. Это дает возможность обеспечить рост капитализации отдельных направлений бизнеса предприятия; привлечь максимум денежных средств от эмиссии на фондовом рынке акций дочерних компаний; использовать позитивную конъюнктуру рынка отдельных отраслей экономики, в которых компания осуществляет свою деятельность; уменьшить уровень риска размещения акций на фондовой бирже; снизить размер долговой нагрузки на главный вид бизнеса компании.

Так, «Комстар-ОТС», являющаяся дочерней компанией Акционерной финансовой корпорации «Система», в ходе реорганизации получила операторов «МТУ-Информ», «МТУ-Интел», «Телмос» и «Комстар». В результате был создан крупный телекоммуникационный холдинг, который разместил 35 % своего акционерного капитала на Лондонской фондовой бирже и привлек инвестиций на сумму 1,062 млрд дол., при этом IPO прошло по верхней границе ценового диапазона<sup>1</sup>. По пути реструктуризации, как части стратегии выхода на рынок акционерного капитала, в 2008 г. пошла и «Ренова-медиа», создав холдинговую структуру с централизованным управлением активами под новым брендом «Акадо»<sup>2</sup>.

Таким образом, корпоративная реструктуризация, нацеленная на формирование эффективной системы управления бизнесом, в рамках реализации стратегии выхода на рынок IPO, позволяет существенно расширить возможности быстрорастущих компаний в области привлечения финансовых ресурсов и получить высокую степень отдачи, как от своих планов развития, так и от эмиссии акций на фондовой бирже.

В современной рыночной экономике ускоренными темпами развиваются как целые отрасли, так и отдельные предприятия. Данный процесс требует использования всех доступных источников капитала для наиболее эффективного функционирования компании в своем рыночном сегменте. Одним из таких источников является рынок IPO, который предоставляет предприятию новые финансовые возможности, но в то же время требует от выводимого на фондовый рынок бизнеса соответствовать определенным параметрам функционирования.

Как следствие, степень эффективности реализуемых мероприятий, направленных на выход на рынок IPO, будет зависеть от качества реструктуризации бизнеса, проводимой в соответствии с требованиями не только потенциальных инвесторов, но и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Это предполагает построение бизнеса компании как с учетом осуществления стратегии быстрого роста, так и с учетом выхода предприятия на рынок акционерного капитала.

Следует отметить, что оценка необходимого объема преобразований бизнеса в свою очередь связана с оценкой текущего уровня готовности компании к выходу на рынок акционерного капитала. От степени соответствия требованиям, предъявляемым рынком, зависит:

- объем денежных расходов для осуществления реструктуризации компании;
- временной период реструктуризации, необходимый для формирования организационной и функциональной системы управления бизнесом, что скажется на графике подготовительных мероприятий и планах выхода компа-

<sup>1</sup> РосБизнесКонсалтинг : офиц. сайт. URL : <http://quote.rbc.ru/shares/ipo/news/2006/02/13/6322966.html>.

<sup>2</sup> «Ренова-медиа» уместилась в «Акадо» // Коммерсантъ. 2008. 28 марта. URL : <http://www.kommersant.ru/doc/872181>.

нии на IPO (в российской практике корпоративная реструктуризация занимает от полугода до двух лет)<sup>1</sup>;

– эффективность использования позитивной конъюнктуры фондового рынка [2, с. 352].

В этой связи представляется возможным и необходимым предложить алгоритм действий компании при подготовке к IPO (рис.), который требуется для оценки уровня готовности к выходу на рынок акционерного капитала, включающий следующие элементы:

– структурный анализ акционерного капитала, направленный на определение возможного размера пакета акций для размещения при учете распределения долей внутри компании;

– анализ уровня корпоративного управления для определения степени соответствия управленческой системы требованиям потенциальных инвесторов;

– финансово-экономический анализ деятельности компании для оценки эффективности размещения с позиции размера привлеченных финансовых ресурсов.



Алгоритм действий компании при подготовке к IPO

После определения степени готовности предприятия разрабатывается комплекс мер по выходу на рынок акционерного капитала, учитывающий эмиссионные риски и процесс реструктуризации.

<sup>1</sup> Первые шаги к успешному IPO // Финансовый директор. 2007. № 11. URL : <http://fd.ru/articles/38405-pervye-shagi-k-uspeshnomu-ipo>.

Однако необходимо отметить, что эффективная реструктуризация предприятия на подготовительной стадии перед выходом на рынок IPO, предполагает изменения в структуре количественных и качественных показателей функционирования бизнеса, которые будут учитывать, с одной стороны, рациональность использования имеющихся в наличии ресурсов для стабильной деятельности компании, а с другой, эффективность развития бизнеса в целом [1, с. 264]. Необходимо иметь в виду, что реструктуризация бизнеса компании не является целью или способом улучшения финансового положения, а становится одним из главных условий выхода на рынок IPO, поскольку обеспечение должного уровня рентабельности бизнеса при текущем экономическом положении предприятия не гарантирует успеха IPO. Здесь необходимо еще и приведение общей структуры бизнеса в соответствие нормам и требованиям рынка. Помимо этого, созданная бизнес-структура должна стимулировать увеличение стоимости компании в долгосрочной перспективе.

Для достижения данной цели необходимо применение комплексного подхода к процессу преобразования бизнеса, который может быть сформирован по следующим принципам:

1. Определение ключевых направлений реструктуризации [6, с. 224], которые включают оптимизацию: состояния структуры акционерного капитала (например, увеличение размера уставного капитала при помощи переоценки основных фондов либо посредством внесения дополнительных взносов от учредителей и т. п.); производства компании (продажа непрофильных активов, закрытие либо передача в отдельную структуру подразделений с низким уровнем рентабельности, оценка степени эффективности структурных подразделений и т. п.); денежных потоков с целью улучшения показателей финансово-экономической деятельности предприятия (структура общих расходов, размер дебиторской задолженности, рентабельность бизнеса, источники привлечения финансовых ресурсов и т. д.).

2. Разработка экономических показателей эффективности реализуемых мероприятий, связанных с процессом реструктуризации, и определение основных целей реорганизации (организационная, функциональная, производственная и т. д.)

3. Определение источников и размера финансовых ресурсов необходимых для финансирования реструктуризации, в том числе оценка собственных резервов компании и использование рынка долгового капитала.

4. Контролирование процесса реструктуризации, включая контроль над организационными процедурами и контроль финансово-экономических показателей формируемой структуры (рентабельность, уровень ликвидности, долг и пр.).

5. Оценка результатов и корректирование плана мероприятий по реструктуризации с учетом изменений конъюнктуры фондового рынка.

Данный подход образует взаимосвязь целей реструктуризации и итогового результата, которым является эффективное размещение акций компании на фондовой бирже. При этом процесс реструктуризации направлен на подготовку компании к выходу на рынок IPO и определение наиболее оптимальных вариантов достижения поставленных целей, с минимизацией негативного влияния на бизнес компании. Так, в рамках стратегии выхода на IPO один из крупнейших в мире производителей алмазов «Алроса» продала непрофильные активы, в частности, свой нефтегазовый бизнес «Алрос-газ», сконцентрировав свою деятельность исключительно в сфере добычи алмазов<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Lenta.ru : офиц. сайт информ. агентства. URL : <http://lenta.ru/news/2011/10/25/sell/>.



Кроме этого в процессе реструктуризации бизнеса быстрорастущей компании необходимо учитывать следующие факторы:

- уровень контроля над деятельностью предприятия посредством максимизации капитализации и уменьшения размера размещаемого пакета акций (как правило, российские компании стремятся размещать не более 10–20 % акций [7]);
- потенциал выхода на рынок ценных бумаг отдельных направлений бизнеса, с целью роста эффективности привлечения инвестиций на рынке IPO для владельцев бизнеса в целом;
- оптимальное соотношение времени и качества осуществляемой реорганизации (наиболее актуально в ситуациях высокой волатильности конъюнктуры фондового рынка);
- баланс между различными составными частями функциональной системы бизнеса предприятия (производственной, сбытовой, финансовой и пр.) [3, с. 238].

Практическое осуществление реорганизационных процессов бизнеса предприятия заключается в необходимости выбора тщательно проработанной и эффективной стратегии реструктуризации, которая имеет следующие направления:

- рост капитализации компании, что способствует увеличению объема привлекаемых финансовых ресурсов на рынке IPO;
- снижение объема размещаемых акций, что позволяет уменьшить риски потери контроля над бизнесом предприятия;
- установление размера финансовых средств, предназначенных для процесса реорганизации;
- разработка оптимального плана преобразований [9, с. 336].

В связи с этим уместно отметить, что реструктуризация бизнеса в первую очередь должна быть направлена на рост инвестиционной привлекательности для потенциальных инвесторов, поскольку большая часть рыночной оценки компании зависит от их представлений о том, каким будет денежный поток предприятия спустя несколько лет [4, с. 576]. Это оказывает значительное влияние на размер привлекаемых инвестиций на рынке ценных бумаг. Вместе с тем основными целями проводимой реструктуризации должны являться следующие детерминанты эффективности размещения акций на биржевой площадке:

1. Стоимость компании. В качестве оценочных показателей можно использовать две группы мультипликаторов [8, с. 95]. Первая группа — общие мультипликаторы, применимые к компании из любой отрасли, в которой она ведет свой бизнес (P/E, EV/S, EV/EBITDA, P/BV). Ко второй группе относятся отраслевые мультипликаторы, рассчитываемые для компании, действующей в конкретной отрасли, например, P/NAV для девелоперов, P/subscriber — для интернет-провайдеров и сотовых операторов, P/запасы и P/резервы — для добывающих компаний.

2. Оценка стоимости компании со стороны инвесторов (возможно, что низкий уровень оценки компании связан с ухудшением динамики фондового рынка и реализовывать какие-либо мероприятия по оптимизации бизнеса в данный момент просто нецелесообразно, поскольку они не повлияют на общее восприятие компании инвесторами).

3. Перечень мероприятий, который предлагается для оптимизации бизнеса предприятия на подготовительном этапе выхода на рынок IPO (комплекс планируемых мероприятий должен быть основан на принципах оптимальности и эффективности, т. е. состоять только из тех мер, которые действительно

помогают обеспечить успех компании с позиции объемов привлекаемых инвестиций и сроков выхода). Мероприятия, которые существенно увеличивают срок выхода компании на рынок IPO могут привести к потере наиболее оптимального момента, что в свою очередь делает сомнительной эффективность данных шагов.

#### 4. Риск не достижения поставленных целей и задач.

Таким образом, правомерно отметить, что реструктуризация оказывает заметное влияние на уровень успеха размещения акций на фондовой бирже, требуя комплексного подхода в решении таких проблем как создание организационной структуры, финансовой модели функционирования бизнеса и т. д. Стратегию корпоративной реструктуризации быстрорастущей компании целесообразно строить на соблюдении и достижении ее главных назначений, позволяющих судить о достигнутых результатах и экономическом эффекте проводимой реорганизации. Предлагаемый подход к решению основных реорганизационных проблем, встречающихся у компании, находящейся на этапе быстрого роста, формирует предпосылки для проведения успешного IPO.

### Список использованной литературы

1. Гвардин С. В. IPO: стратегия, перспективы и опыт российских компаний / С. В. Гвардин. — М. : Вершина, 2007. — 264 с.
2. Геддес Р. IPO и последующее размещение акций / Росс Геддес. — М. : Олимп-Бизнес, 2008. — 352 с.
3. Гулькин П. IPO. Начало работы : практическое пособие по первоначальному публичному предложению акций (IPO) / П. Гулькин. — СПб. : Альпари, 2002. — 238 с.
4. Коупленд Т. Стоимость компаний. Оценка & управление / Т. Коупленд, Т. Коллер. — М. : Олимп-Бизнес, 2008. — 576 с.
5. Лукашев А. IPO от I до O : пособие для финансовых директоров и инвестиционных аналитиков / А. Лукашев. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. — 440 с.
6. Мальков А. Размещение акций: структурирование и ценообразование / А. Мальков. — М. : Манн, Иванов и Фербер, 2011. — 224 с.
7. Миркин Я. М. Методические рекомендации для эмитентов по подготовке и реализации IPO / Я. М. Миркин, С. В. Лосев // Корпоративные стратегии. — 2006. — № 26. — URL : [http://www.iteam.ru/publications/corporation/section\\_98/article\\_3213/](http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3213/).
8. Чиркова Е. Как оценить бизнес по аналогии / Е. Чиркова. — М. : Альпина Бизнес Букс, 2009. — 95 с.
9. IPO и стоимость российских компаний: мода и реалии / В. Г. Балашов, В. А. Ириков, С. И. Иванова, Г. Р. Марголит. — М. : Дело, 2008. — 335 с.
10. IPO. Опыт ведущих мировых экспертов : пер. с англ. / под ред. Г. Н. Грегори. — Минск : Гревцов Паблицер, 2008. — 613 с.

### References

1. Gvardin S. V. *IPO: strategiya, perspektivy i opyt rossiiskikh kompanii* [IPO: strategy, prospects and experience of Russian companies]. Moscow, Vershina Publ., 2007. 264 p.
2. Geddes Ross. *IPOs and Equity Offerings*. (Russ. ed.: Geddes R. *IPO i posleduyushchee razmeshchenie aksii*. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2008. 352 p.).
3. Gul'kin P. *IPO. Nachalo raboty: prakticheskoe posobie po pervonachal'nomu publichnomu predlozheniyu aksii* [the beginning of work: a practical guidebook on initial public offerings of shares]. Saint Petersburg, Al'pari Publ., 2002. 238 p.
4. Copeland T., Koller T., Murrin J. *Valuation. Measuring & Managing the Value of Companies*. 3<sup>rd</sup> ed. New Work, 2005. (Russ. ed.: Kouplend T., Koller T., Murrin J. *Stoimost' kompanii. Otsenka & upravlenie*. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2008. 576 p.).
5. Lukashev A. *IPO ot I do O: posobie dlya finansovykh direktorov i investitsionnykh analitikov* [IPO from or I to O: A guidebook for financial directors and investment analysts]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2008. 440 p.
6. Mal'kov A. *Razmeshchenie aksii: strukturirovanie i tsenoobrazovanie* [Placement of shares: structuring and pricing]. Moscow, Mann, Ivanov and Ferber Publ., 2011. 224 p.

7. Mirkin Ya. M., Losev S. V. Methodical recommendations for emitents on IPO preparation and implementation. *Korporativnye strategii = Corporate Strategies*, 2006, no. 26. Available at: [http://www.iteam.ru/publications/corporation/section\\_98/article\\_3213](http://www.iteam.ru/publications/corporation/section_98/article_3213).

8. Chirkova E. *Kak otsenit' biznes po analogii* [How to assess business by analogy]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2009. 95 p.

9. Balashov V. G., Irikov V. A., Ivanova S. I., Margolit G. R. *IPO i stoimost' rossiiskikh kompanii: moda i realii* [IPO and cost of Russian companies: fashion and realias]. Moscow, Delo Publ., 2008. 335 p.

10. Gregoriou Greg N. (ed.). *Initial Public Offerings (IPO): An International Perspective of IPOs* (Quantitative Finance). Butterworth-Heinemann, 2005. 464 p. (Russ. ed.: Gregoriou Greg N. (ed.). *IPO. Opyt vedushchikh mirovykh ekspertov*. Minsk, Grevtsov Publisher, 2008. 613 p.).

### Информация об авторе

Швайгерт Дмитрий Викторович — аспирант, Институт экономики Уральского отделения Российской академии наук, 620014, г. Екатеринбург, ул. Московская, 29, e-mail: dshvaygert@yandex.ru.

### Author

Dmitry V. Shvaygert — PhD Student, Institute of Economics of Ural Branch of the Russian Academy of Sciences, 29 Moskovskaya St., 620014, Yekaterinburg, Russian Federation; e-mail: dshvaygert@yandex.ru.

### Библиографическое описание статьи

Швайгерт Д. В. Проблемы реструктуризации быстрорастущих компаний при подготовке к выходу на рынок IPO / Д. В. Швайгерт // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). — 2015. — Т. 6, № 3. — DOI : [10.17150/2072-0904.2015.6\(3\).26](https://doi.org/10.17150/2072-0904.2015.6(3).26).

### Reference to article

Shvaygert D. V. Problems of restructuring fast-growing companies in their preparation to enter the IPO market. *Izvestiya Irkutskoy gosudarstvennoy ekonomicheskoy akademii (Baykalskiy gosudarstvennyy universitet ekonomiki i prava) = Izvestiya of Irkutsk State Economics Academy (Baikal State University of Economics and Law)*, 2015, vol. 6, no. 3. DOI: [10.17150/2072-0904.2015.6\(3\).26](https://doi.org/10.17150/2072-0904.2015.6(3).26). (In Russian).